

**Financement mezzanine –  
un instrument hybride prometteur**

# **Economic Briefing N° 42**

---

## Impressum

---

### Editeur

Credit Suisse Economic Research  
CH-8070 Zurich

---

### Responsable de la série Economic Briefing

Cesare Ravara, téléphone +41 44 333 59 12, cesare.ravara@credit-suisse.com

---

### Auteurs

Thomas Enz, téléphone +41 44 334 39 40, thomas.enz@credit-suisse.com  
Cesare Ravara, téléphone +41 44 333 59 12, cesare.ravara@credit-suisse.com

---

### Clôture de rédaction

27 décembre 2005

---

### Maquette et graphisme

Helena Rupp Grau, téléphone +41 44 333 66 49,  
helena.rupp@credit-suisse.com  
Peter Vetsch, Grafik und Typografie, 7000 Chur, téléphone +41 81 250 10 55,  
peter.vetsch@bluewin.ch

---

### Impression

Druckerei Schmid & Schaudt, Quellenstrasse 27, CH-8031 Zurich,  
téléphone +41 44 272 34 01, schmidshaudt@bluewin.ch

---

### Parution

Environ 4 numéros par an, en fonction de l'actualité des sujets.  
Numéros déjà parus, voir page 19.

---

### Abonnements et commandes

Directement auprès de votre conseiller ou à toutes les succursales du Credit Suisse. Commandes internes via Netshop avec N° Mat 1542072. Abonnements avec code publication EBD (HOST: WR10). Exemplaires à l'unité auprès de EBIC, fax +41 44 333 37 44 ou e-mail: daniel.challandes@credit-suisse.com

---

### Visitez notre site Internet

[www.credit-suisse.com/research](http://www.credit-suisse.com/research)

---

### Photo de couverture

Matthias Clamer / Stone

---

## Disclaimer

---

Ce document a été établi par le service Economic Research du Credit Suisse et n'est pas le résultat d'une/de notre étude financière. Ce document n'est donc pas soumis aux «Directives pour garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers.

La présente publication a un but exclusivement informatif. Les opinions qu'elle contient sont celles du service Economic Research du Credit Suisse au moment de la mise sous presse (modifications réservées).

La publication peut être citée à condition que soit indiquée la source.  
Copyright 2006, Credit Suisse.

---

**Sommaire**


---

**Résumé** **4**


---

**1 Le financement des entreprises, un défi** **5**


---

**2 Qu'est-ce que le financement mezzanine?** **6**

2.1 Notions 6

2.2 Formes 6

---

**3 Particularités du financement mezzanine** **8**

3.1 Caractéristiques 8

3.2 Avantages et inconvénients 8

3.3 Aménagement souple de la rémunération 9

---

**4 Le financement mezzanine dans la pratique** **11**

4.1 Diversité des possibilités d'utilisation 11

4.2 Limitations 12

---

**5 Le marché du financement mezzanine** **13**

5.1 Etat des lieux en Europe 13

5.2 Point de vue des investisseurs 15

---

**6 Conclusion** **17**


---

**Annexe: Instruments de financement mezzanine** **18**


---

**Bibliographie** **19**


---

**Archives** **19**

## Résumé

Lorsque la situation économique est tendue ou que leurs besoins en matière d'investissement sont importants, les entreprises ne disposent pas de possibilités illimitées pour financer leur croissance ou renforcer leurs fonds propres, même quand elles sont bien gérées et dégagent des bénéfices élevés. Leur financement présente alors des lacunes susceptibles de les empêcher de poursuivre leur développement.

Les bénéfices d'une société déterminent pour l'essentiel sa capacité à lever des capitaux propres et des fonds de tiers. Cependant, seule une petite partie des entreprises peut s'adresser au marché des capitaux pour y émettre des actions ou des emprunts. Le crédit bancaire reste donc pour un grand nombre d'entre elles la principale source de financement étranger. Par rapport aux risques d'entreprise toutefois, les sociétés sont souvent insuffisamment dotées en fonds propres, ce qui entrave leurs possibilités d'obtenir du crédit.

Pour tout projet d'investissement, pour tout modèle d'affaires et pour tout stade de développement d'une entreprise, il existe une structure de financement optimale. Le crédit bancaire est certes un instrument idéal pour de nombreuses opérations de financement, mais pas pour toutes. Car tous les modèles de financement ont en commun que plus le risque d'entreprise croît, plus les fonds propres doivent également augmenter afin d'amortir des revers imprévisibles. Or, pour qu'un instrument de financement soit intéressant, il faut que les conditions pour les deux parties soient en rapport avec le rendement prévu et le risque pris.

Les formes traditionnelles de financement des entreprises sont de plus en plus complétées par des solutions alternatives, telles que le financement mezzanine, qui est une variante combinant des éléments de capitaux de tiers et de capitaux propres. Compte tenu de leur subordination vis-à-vis des bailleurs de fonds de tiers, les prêts mezzanine font partie des fonds propres, mais sont juridiquement considérés comme des fonds de tiers. Il s'ensuit que ce type de capitaux est subordonné aux fonds étrangers mais a la priorité sur les fonds propres. En bonne logique, les investisseurs mezzanine qui supportent ainsi un risque plus élevé que les bailleurs de fonds traditionnels sont aussi mieux rémunérés qu'eux. Outre une composante d'intérêts, cette rémunération peut comprendre une prime liée à la performance, de sorte qu'elle peut s'adapter de manière dynamique à l'évolution économique de l'entreprise.

En élargissant la gamme des modes de financement, les capitaux mezzanine accroissent la marge de manœuvre des entreprises. Si les instruments mezzanine gagnent en importance, leur poids est encore faible par rapport au crédit classique. Ce numéro d'Economic Briefing décrit cette forme hybride de financement et ses possibilités d'utilisation ainsi que son application pratique.

# 1 Le financement des entreprises, un défi

- Un environnement économique exigeant et une recherche difficile de capitaux appellent de nouveaux modèles de financement
- Les entreprises moyennes ont souvent besoin d'une base de fonds propres plus solide, mais répuent à céder leur contrôle

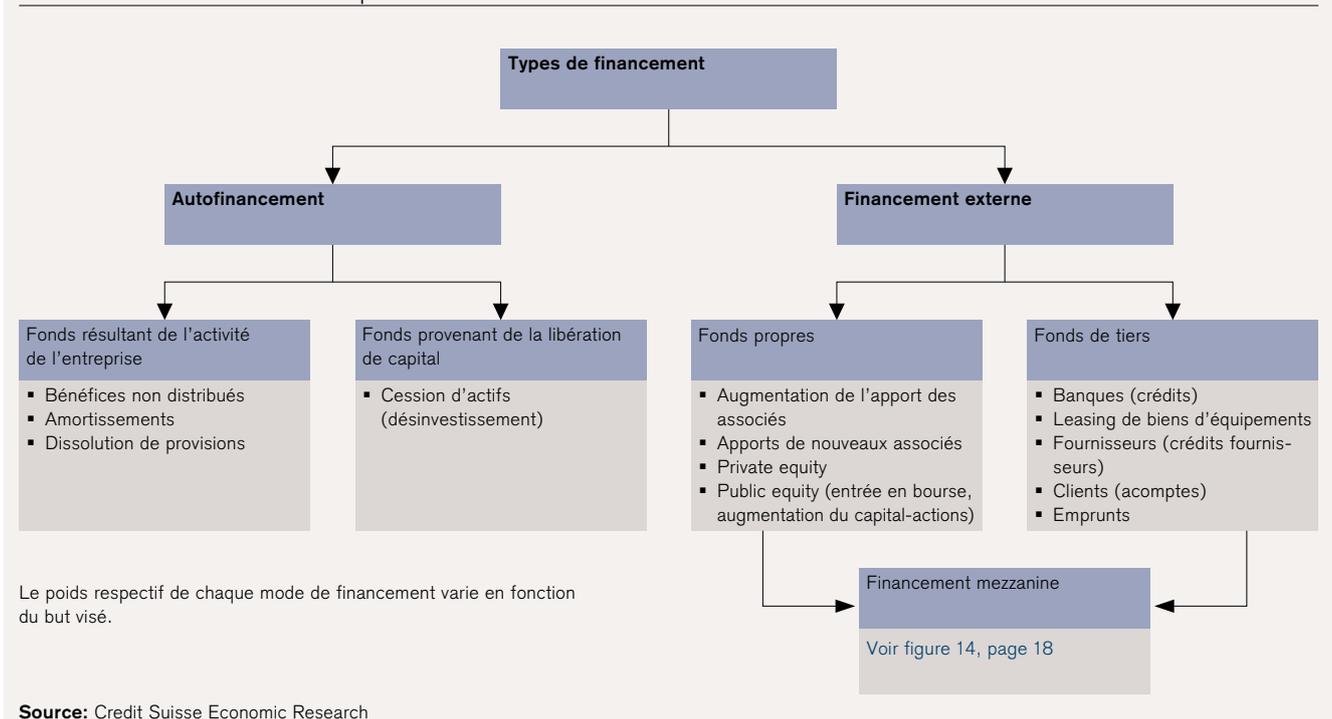
Pour beaucoup d'entreprises en Suisse, le crédit bancaire est une source essentielle de financement externe. C'est notamment le cas pour les petites et moyennes entreprises (PME), qui se financent principalement par le crédit, dès lors qu'elles ne peuvent généralement pas accéder au marché des capitaux. Nombreuses sont cependant les entreprises qui, du fait de leur marché, doivent explorer de nouvelles voies pour trouver du financement. La pression concurrentielle croissante exige qu'elles appliquent des stratégies délicates et prennent des décisions difficiles pour survivre dans des marchés dynamiques. Ces processus évolutifs impliquent en particulier de conquérir de nouveaux marchés, d'investir dans des produits novateurs et dans des technologies et systèmes de sécurité d'avant-garde, d'acquérir des sociétés, de se défaire de parties de l'entreprise n'appartenant pas au métier de base et de régler des problèmes de succession ou de changement d'associés. Dans le circuit

économique, garantir la succession représentera un défi majeur, notamment au sein de la famille propriétaire de l'entreprise. Le financement de toutes ces évolutions se traduit par des besoins importants de capitaux entraînant des risques accrus, qui ne peuvent souvent plus être couverts uniquement par des fonds propres (investissements supplémentaires, cash flow, bénéfice net) ni par des crédits.

Quand son endettement est déjà très élevé, quand elle n'a plus de garanties à offrir ou tout simplement quand des questions de risque et de rentabilité l'en empêchent, une entreprise peut avoir épuisé toutes ses possibilités d'obtenir du crédit. En raison des exigences élevées concernant le volume d'émission, les règles de publicité et de présentation des comptes ainsi que la taille des sociétés, le financement direct sur le marché des capitaux (emprunts, actions) ou la participation d'investisseurs au capital (private equity) comme alternatives possibles au financement externe ne sont accessibles qu'à un petit nombre d'entreprises. Il s'agit en général de grandes sociétés opérant sur le plan international. En outre, elles sont nombreuses à craindre les droits de cogestion et de codécision liés à un financement par participation. Pour des motifs de risques et de diligence, les banques ne mettent que rarement du capital-risque à leur disposition et ne peuvent pas compenser un manque de fonds propres par du crédit. C'est pourquoi de plus en plus d'entreprises se tournent vers des modes de financement alternatifs comme le prêt mezzanine, en complément aux formes traditionnelles de financement (figure 1).

**Figure 1**

Modes de financement d'entreprise



## 2 Qu'est-ce que le financement mezzanine?

### 2.1 Notions

- Le financement mezzanine est un terme générique pour des formes hybrides de financement
- Les capitaux mezzanine servent de pont entre les fonds propres et les fonds de tiers
- Le profil risque/rendement dépend de l'aménagement du financement mezzanine

Le terme «mezzanine» (de l'italien «mezzanino») est emprunté à l'architecture où il signifie un petit entresol ménagé entre deux étages.<sup>1</sup> Dans le domaine du financement des entreprises, il s'agit par analogie d'un terme générique pour des formes hybrides de financement qui combinent des éléments de fonds de tiers avec ceux de fonds propres. Dans l'optique du bilan, le capital mezzanine fait le pont entre de simples fonds propres et de simples fonds de tiers (figure 2), comblant ainsi des lacunes de financement qu'un financement classique d'entreprise ne pourrait pas couvrir. En raison de son caractère hybride, le capital mezzanine présente par rapport aux formes traditionnelles de financement des entreprises une série d'avantages dont les PME peuvent également tirer efficacement parti.

### 2.2 Formes

Le financement mezzanine n'est pas à proprement parler un instrument à l'instar d'un crédit ou d'une action, mais une construction hybride qui se sert d'instruments existant depuis longtemps (figure 2 et annexe). Les principaux instruments de financement mezzanine comprennent les prêts subordonnés, les prêts partiariaires, les participations tacites, les droits de jouissance ainsi que les emprunts convertibles et les emprunts à option. Ces instruments se distinguent par leur diversité et par la souplesse des combinaisons auxquelles ils se prêtent pour répondre aux besoins de financement spécifiques d'entreprises tant privées que cotées en bourse, de manière à leur offrir des solutions taillées sur mesure.<sup>2</sup> Cette souplesse et cette diversité s'expriment dans le volume, la durée, les modalités de remboursement et les règles de rémunération. Ces propriétés font que les financements

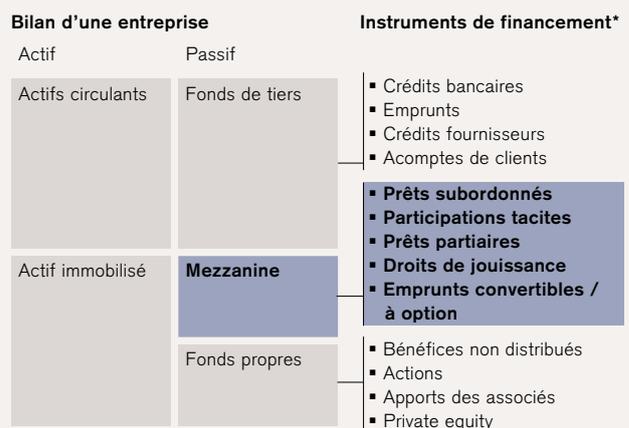
mezzanine offrent dans la pratique de multiples possibilités d'aménagement.

Les financements mezzanine peuvent être classés, en se référant concrètement à leur aménagement, d'une part selon la position qu'ils occupent dans le bilan entre fonds propres et fonds de tiers (equity mezzanine contre debt mezzanine) et, d'autre part, selon leur négociabilité, entre titres comptables (private mezzanine) et titres du marché des capitaux (public mezzanine). Ces derniers peuvent à leur tour être placés dans le public (p. ex. en bourse) ou dans le privé. Font partie de l'equity mezzanine les financements qui placent le bailleur de fonds dans une situation relativement proche de celle d'un associé. Inversement, sont attribués au debt mezzanine les financements dont le fournisseur se trouve dans une position similaire à celle d'un bailleur de fonds de tiers.<sup>3</sup> Pour l'investisseur mezzanine, le profil risque/rendement de ce financement peut varier selon le degré de proximité des simples fonds de tiers ou des simples fonds propres (figure 3).

Dans la pratique, le financement mezzanine a été perçu, au fil des ans, différemment en Europe et aux Etats-Unis, à cause des divergences en matière de droit et de système financier (p. ex. droit des faillites et droit fiscal, obligations de publicité, protection des investisseurs, etc.).<sup>4</sup> En raison même de ces spécificités, les crédits jouent en Europe (sauf en Grande-Bretagne) un rôle plus important –

**Figure 2**

Capitaux mezzanine contre fonds de tiers et fonds propres



\* Représentation non exhaustive

Source: Credit Suisse Economic Research d'après Müller-Känel (2004)

1 Les explications ci-après reposent pour l'essentiel sur Müller-Känel (2004).

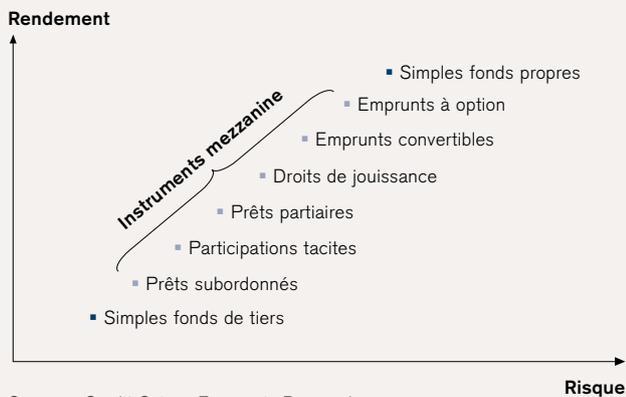
2 Les règlements fiscaux posent toutefois des limites à la configuration des solutions de financement mezzanine.

3 Cf. Müller-Känel (2004) et Plankensteiner/Rehbock (2005).

4 Pour en savoir plus sur les différences entre les systèmes de financement des entreprises, consulter Economic Briefing N° 39: Systeme der Unternehmensfinanzierung (en allemand et en anglais).

du point de vue macroéconomique – dans le financement des entreprises qu'aux Etats-Unis, où le marché des capitaux a un poids considérable. Cette situation se reflète également dans l'application pratique du financement mezzanine. En Europe, les formes de mezzanine se rapprochent plus du financement par le crédit (p. ex. prêts subordonnés et prêts partiaires), alors qu'aux Etats-Unis, ce sont essentiellement des variantes d'emprunts capables d'être négociées sur le marché des capitaux (p. ex. emprunts convertibles).<sup>5</sup> En Europe continentale, par conséquent, le capital mezzanine a généralement une connotation de fonds de tiers (debt mezzanine) et n'est pas négociable sur le marché des capitaux (private mezzanine). Il s'ensuit que les explications qui suivent s'attachent à décrire un financement mezzanine privé (private mezzanine) assimilable à des capitaux de tiers, même si elles concernent également un financement mezzanine public (public mezzanine).

**Figure 3**  
Caractéristiques risque-rendement d'instruments mezzanine



Source: Credit Suisse Economic Research

5 Cf. Müller-Känel (2004).

### 3 Particularités du financement mezzanine

#### 3.1 Caractéristiques

Les capitaux mezzanine

- Sont traités, en cas de faillite, comme des quasi-fonds propres de rang postérieur aux fonds de tiers, tandis qu'ils ont antériorité sur les fonds propres
- Servent à combler les lacunes de financement et de capitaux propres pour réaliser des projets quand le financement traditionnel par des crédits ne convient pas ou est déjà épuisé
- Permettent d'élaborer des aménagements souples de rémunération et de remboursement du capital mezzanine en fonction des liquidités dont l'entreprise dispose

Une caractéristique centrale du capital mezzanine est la subordination des bailleurs de fonds mezzanine aux autres fournisseurs de fonds de tiers en cas de faillite, de succession ou de liquidation. Ces derniers ayant rang antérieur sont alors servis avant les créanciers mezzanine. C'est pourquoi – bien que considérés comme des capitaux de tiers sur les plans juridique et fiscal – les capitaux mezzanine sont dénommés «capitaux propres économiques» ou quasi-fonds propres. Du point de vue des bailleurs de fonds de tiers ayant rang antérieur, ils sont assimilés à des fonds propres servant de garantie, tandis qu'ils priment sur les fonds propres proprement dits.

Contrairement aux fonds propres, les capitaux mezzanine sont en général mis à disposition pendant une durée limitée, jusqu'à ce que l'entreprise puisse accumuler suffisamment de bénéfices pour constituer de «véritables» fonds propres. En lien avec leur subordination, les prêts mezzanine n'exigent pas de garanties sous la forme d'immeubles, d'installations, etc. comme les financements classiques par du crédit, et de surcroît leurs droits de dénonciation sont limités. La [figure 4](#) présente une vue d'ensemble des principales analogies et différences entre les instruments mezzanine d'une part et le financement par le crédit et les fonds propres d'autre part. Ce tableau fait ressortir le caractère hybride de cette forme alternative de financement des entreprises.

#### 3.2 Avantages et inconvénients

Pour les entreprises, le financement mezzanine présente une série d'avantages par comparaison avec les formes traditionnelles de financement ([figure 5](#)). Avantage immédiat: la société reçoit les fonds dont elle a besoin pour réaliser des projets prometteurs (p. ex. d'expansion), alors que ses besoins dépassent les possibilités de financement par des crédits ou des fonds propres. Avantage indirect: en qualifiant des capitaux mezzanine de fonds propres économiques, une entreprise peut améliorer la structure de son bilan, c.-à-d. qu'elle établit une relation plus favorable entre fonds propres et fonds de tiers. Dès lors qu'elle obtient une meilleure notation grâce à une part de fonds propres plus élevée, l'entreprise peut bénéficier d'une amélioration des conditions de financement sous la forme de crédits plus avantageux et d'un élargissement de sa marge de manœuvre pour lever des capitaux étrangers supplémentaires. Ainsi, pour l'entreprise qui n'a pas accès au marché des capitaux, le financement mezzanine est une solution lui permettant de se procurer des fonds assimilés à des fonds propres tout en améliorant la structure de son bilan. La taille plus petite des contrats et la mise en œuvre plus rapide de ce genre de financement sont pour bon

**Figure 4**

Caractéristiques comparées des capitaux mezzanine et d'autres formes de financement

	Crédit classique	Mezzanine	Fonds propres
Point de vue économique	Fonds de tiers	Fonds propres	Fonds propres
Point de vue juridique	Fonds de tiers	Fonds de tiers	Fonds propres
Effet fiscal	Intérêts débiteurs déductibles	Intérêts débiteurs déductibles	Impôt sur le capital
Cogestion de l'investisseur	Aucune cogestion directe	Aucune cogestion directe	Cogestion directe
Durée	4–5 ans, limitée	5–8 ans, limitée	A long terme
Garanties	Avec garantie en général	Sans garantie	Sans garantie
Affectation	Fixée par contrat	Non fixée	Non fixée

Source: Credit Suisse Economic Research

nombre d'entreprises autant d'avantages par rapport à la levée de capitaux publics.

Un avantage essentiel du financement mezzanine par rapport aux fonds propres réside dans la possibilité qu'ont les associés de lever des fonds propres économiques sans être contraints d'accepter ni une dilution ni une perte de leurs droits de propriété. Or, il s'agit-là d'un critère important pour une entreprise gérée par ses propriétaires. En outre, les associés conservent plus d'autonomie que s'ils devaient introduire un nouvel investisseur en fonds propres, car les bailleurs de fonds mezzanine renoncent en général dans une large mesure à leurs droits de cogestion et de codécision dans l'entreprise qu'ils financent. Cependant, en contrepartie de la subordination et du manque de garanties, ils exigent des informations détaillées et d'actualité sur l'évolution économique de l'entreprise et lui imposent en général de respecter certains ratios financiers dans des documents dit covenants.<sup>6</sup> Pour les entreprises – en particulier les PME –, ces conventions entraînent des exigences accrues en ce qui concerne la comptabilité, le controlling et la politique d'information, tandis que pour les investisseurs mezzanine, elles demandent une surveillance serrée.

### 3.3 Aménagement souple de la rémunération

La subordination des capitaux mezzanine aux autres capitaux de tiers se traduit par une augmentation du risque.

Par conséquent, la rémunération escomptée est plus élevée pour l'investisseur mezzanine que pour celui qui a octroyé un crédit classique, mais inférieure à celle dont bénéficie le fournisseur de fonds propres (figure 3, page 7). En fonction d'une part du risque spécifique présenté par les capitaux mezzanine et, d'autre part, de leur subordination ainsi que de la responsabilité qui leur est attachée, l'investisseur mezzanine vise un rendement situé entre 12% et 20%.<sup>7</sup> Cependant, il faut se rappeler que les capitaux mezzanine renforcent la base de fonds propres, ce qui peut avoir un effet favorable sur les conditions de crédit et compenser en partie les intérêts plus élevés d'un prêt mezzanine. En outre, un financement mezzanine peut influencer favorablement sur l'ensemble des coûts financiers grâce à l'effet de levier (leverage) [figure 6, page 10].<sup>8</sup>

La rémunération peut être aménagée de façons très différentes. Outre une composante d'intérêts, elle est constituée en général d'une prime liée à la performance sous la forme d'une participation à la réussite de l'entreprise ou d'une option sur l'achat ou sur l'obtention de parts de la société (option dite equity kicker). La composante d'intérêts peut comprendre un taux fixé pour toute la durée du prêt, d'un taux variable en fonction des bénéfices ou d'un chiffre-clé de la performance à définir ou encore d'une construction dite «zero cash coupon»<sup>9</sup>. L'equity kicker représente un droit convertible sur des parts de l'entreprise qui permet au financier mezzanine de participer de manière directe à sa croissance, l'objectif

**Figure 5**

Avantages et inconvénients du financement mezzanine pour l'entreprise

#### Avantages

- Comble des lacunes de financement et fournit des capitaux pour réaliser des projets
- Améliore la structure du bilan et donc la solvabilité, ce qui peut influencer favorablement sur le rating de l'entreprise et sur sa marge de manœuvre financière
- Renforce les fonds propres, sans devoir subir de dilution ni de pertes de droits de propriété
- Permet de déduire les intérêts des impôts et d'aménager la rémunération de manière souple
- Donne plus de liberté à l'entreprise, car le droit de cogestion de l'investisseur mezzanine est limité

#### Inconvénients

- Engendre des coûts plus élevés que le financement classique par des crédits
- Met des fonds à disposition de l'entreprise pour une durée limitée seulement, contrairement aux fonds propres «purs»
- Exige une plus grande transparence

Source: Credit Suisse Economic Research

6 Les covenants sont des déclarations d'obligations très complètes permettant au bailleur de fonds d'intervenir dès qu'il constate que l'entreprise s'écarte de son cap. Les covenants comprennent par exemple la fixation du taux d'endettement maximum, des chiffres-clés à atteindre concernant le cash flow ou le respect de certaines obligations en matière de rapports et d'information. Plus la position du bailleur est risquée, plus ces règles prennent d'importance.

7 Cf. Müller-Känel (2004).

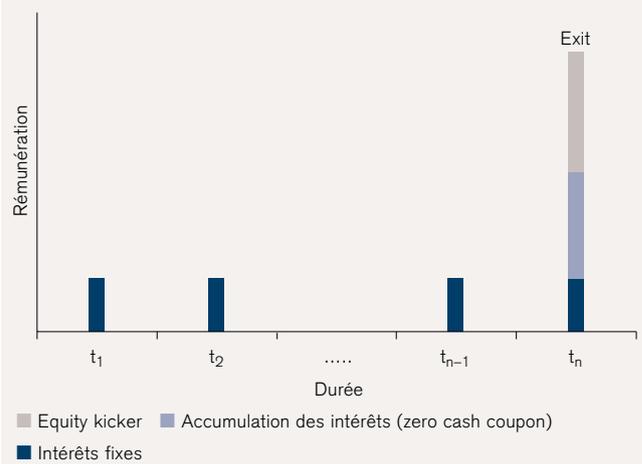
8 L'effet de levier (leverage) décrit la dépendance de la totalité des coûts des capitaux ou de la rentabilité des fonds propres par rapport à la part de fonds de tiers, dont les intérêts sont généralement inférieurs à la totalité des coûts financiers. Plus la part des fonds de tiers (degré d'endettement) est élevée, plus l'ensemble des coûts financiers est bas et, par conséquent, plus la rentabilité des fonds propres est grande.

9 Le «zero cash coupon» – appelé aussi «payment in kind» (paiement en nature) ou «loan with deferred interest» (prêt à intérêt différé) – prévoit que le paiement des intérêts ne se fait pas en continu mais à l'échéance du prêt, à hauteur des intérêts courus. Cette mesure évite des sorties de trésorerie et permet à l'entreprise de conserver, dans un premier temps, les liquidités nécessaires.

étant d'augmenter le rendement du capital mezzanine investi. Les conditions auxquelles le kicker peut être exercé, autrement dit auxquelles il conserve sa valeur («in the money»), sont fixées au début de la durée. Cependant, l'investisseur ne cherche généralement pas à devenir copropriétaire de l'entreprise qu'il finance, de sorte qu'il ne lève pas l'option – pour autant qu'elle ait conservé sa valeur – mais qu'il la dénoue, c.-à-d. qu'il la vend à l'entreprise à sa valeur actuelle.

Dans la pratique, les différentes formes de rémunération sont souvent combinées, ce qui est précisément le principal avantage du financement mezzanine sur le crédit classique. En effet, la rémunération et le remboursement des capitaux mezzanine peuvent être adaptés souplesment à l'évolution des liquidités de l'entreprise. Par exemple, quand l'entreprise est en phase de croissance et qu'au début les retours sur investissement sont encore faibles, la rétribution peut être aménagée de telle sorte que seule une partie relativement petite est versée chaque année. Le reste est accumulé jusqu'à l'échéance du prêt, puis versé en une seule fois à ce moment-là (figure 7). Ainsi, la ponction de liquidités est faible au début de la période. Par contre, dans le financement traditionnel par du crédit, les coûts des intérêts et des amortissements sont répartis de manière égale sur toute la période, ce qui draine les liquidités en continu et limite l'ampleur du financement du point de vue de l'exploitation.

**Figure 7**  
Aménagement possible de la rémunération des capitaux mezzanine



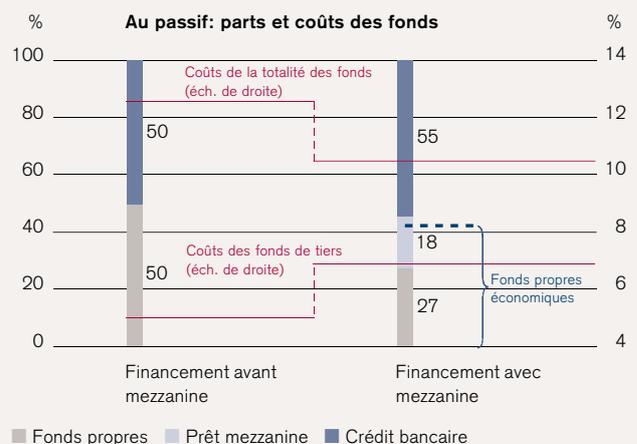
Source: Credit Suisse Economic Research d'après Brokamp et al. (2004)

**Figure 6**  
Simulation d'un financement mezzanine

Simulation du financement mezzanine d'une entreprise souhaitant obtenir des fonds de tiers à hauteur de 5 millions de CHF pour un investissement. Un crédit bancaire «normal» ne permet de couvrir que 3 millions (endettement bancaire maximum atteint, p. ex.). Les 2 millions manquants pourraient être octroyés sous la forme d'un prêt mezzanine.

	Financement avant mezzanine		Financement avec mezzanine	
	Mio. CHF	Coûts financiers	Mio. CHF	Coûts financiers
Crédit bancaire (senior)	3	5,0%	6	5,0%
Prêt mezzanine	0		2	12,0%
<b>Fonds de tiers</b>	<b>3</b>	<b>5,0%</b>	<b>8</b>	<b>6,8%</b>
<b>Fonds propres</b>	<b>3</b>	<b>20,0%</b>	<b>3</b>	<b>20,0%</b>
<b>Total des fonds</b>	<b>6</b>	<b>12,5%</b>	<b>11</b>	<b>10,4%</b>

(Hypothèse: crédit bancaire à 5%, prêt mezzanine à 12%, fonds propres à 20%)



L'octroi de capitaux mezzanine a deux effets: 1. Certes, les coûts pondérés des fonds de tiers augmentent de 5,0% à 6,8%, mais en raison de l'effet de levier, la totalité des coûts pondérés des capitaux de l'entreprise baissent de 12,0% à 10,4%; 2. La part des fonds propres (économiques) ne recule que de 50% à 42% seulement (au lieu de 27%), car 80% du prêt mezzanine (1,6 mio. sur 2 mio. CHF) sont considérés comme des fonds propres économiques.

Source: Credit Suisse Economic Research

## 4 Le financement mezzanine dans la pratique

### 4.1 Diversité des possibilités d'utilisation

Les prêts mezzanine

- Conviennent à des entreprises à forte capacité bénéficiaire
- Soutiennent le financement de la croissance et de l'expansion
- Sont des instruments de financement appropriés en cas de transmission ou de cession de parties de l'entreprise

Etant donné la postériorité et le manque de garantie, l'investisseur mezzanine ne peut pas fonder sa décision sur des sûretés matérielles. La capacité de rembourser les fonds repose par conséquent essentiellement sur le total des flux de trésorerie (cash flow) que l'entreprise pourra engendrer à l'avenir. Dès lors, pour qu'elle puisse lever des capitaux mezzanine, une condition majeure est la stabilité de sa capacité bénéficiaire et de son positionnement sur le marché. Mais des facteurs qualitatifs jouent aussi un rôle important dans la décision de l'investisseur, à savoir

l'expérience (track record) et la qualité du management ainsi qu'une comptabilité adéquate. C'est pourquoi ce type de financement s'adresse surtout à des entreprises établies, générant des cash flows stables et solides et pouvant faire état de perspectives de développement durablement favorables (figure 8).

Si l'on se réfère aux stades de développement d'une entreprise, l'intérêt principal du financement mezzanine se porte sur des projets de croissance et d'expansion ainsi que plus particulièrement sur des management buyouts (MBO) ou des management buy ins (MBI, explication voir figure 9, page 12), intervenant dans le cadre de règlements de succession ou de cessions de parties de l'entreprise. Si ce type de financement a une telle importance dans les MBO, cela tient au fait que le management ne dispose généralement pas de moyens importants à titre privé et qu'une grande partie du prix de rachat de leur entreprise doit être financée par des tiers. Dans ce cas, les capitaux mezzanine représentent une solution de financement particulièrement appropriée puisque le management n'a, la plupart du temps, pas la possibilité de fournir les garanties requises par le crédit traditionnel. Cependant, des formes hybrides de financement peuvent aussi être utilisées à des stades moins dynamiques (phase de maturité) pour optimiser le mixte de financement, telles que des crédits-relais (bridge loans<sup>10</sup>) et des refinancements. Le financement mezzanine représente alors dans ces phases de la vie de l'entreprise un complément rationnel au financement

**Figure 8**

Financement mezzanine: conditions et obstacles

#### Conditions

- Possibilités d'autofinancement épuisées et aucun crédit ou crédits insuffisants à disposition
- Position de force sur le marché s'agissant des produits, de la technologie et des parts de marché
- Situation financière saine et bonne capacité bénéficiaire avec une croissance des bénéfices la plus régulière possible
- Stratégie d'entreprise claire et perspectives favorables de développement
- Cash flows positifs, stables et bien prévisibles
- Comptabilité et comptabilité financière adéquates, politique d'information ouverte
- Qualité et continuité du management

**Source:** Credit Suisse Economic Research

#### Obstacles

- Bénéfices et cash flows insuffisants
- Degré d'endettement élevé
- Dotation faible en fonds propres
- Evolution des affaires en dents de scie
- Position de faiblesse sur le marché et perspectives défavorables de développement
- Rétention d'information
- Comptabilité et comptabilité financières inadéquates
- Start-up / manque d'expérience en gestion commerciale
- Qualifications et expérience du management insuffisantes

<sup>10</sup> Les bridge loans sont des financements à court terme destinés à assurer le relais dans un but précis jusqu'au moment où un financement définitif (sur le marché des capitaux) pourra être mis en place. Une fois que l'opération permise par le crédit-relais a été réalisée, le financement à long terme sera structuré à l'aide de différents instruments financiers, comme l'émission d'un emprunt, une augmentation de capital, un crédit syndical, etc. Les bridge loans sont utilisés principalement lors d'acquisitions (financement-relais d'acquisition).

classique par des fonds de tiers et par des fonds propres. Il offre en effet aux entreprises dégagant les cash flows nécessaires et présentant de bonnes perspectives de croissance une possibilité attractive de lever des capitaux importants.

caire habituel, le financement mezzanine est un instrument onéreux. Il est et reste un complément aux capitaux étrangers classiques, et n'a de sens que si les besoins en capitaux excèdent les possibilités du financement traditionnel par les crédits et les fonds propres.

## 4.2 Limitations

Si l'on se réfère aux conditions de base du financement mezzanine (figure 8, page 11), il est clair que celui-ci ne convient pas à certaines phases de développement ni à certains types d'entreprises. C'est le cas notamment des créations d'entreprise ou des périodes initiales de développement, dites «early stage phases» (figure 9). Outre un fort besoin d'investissement, les sociétés nouvellement créées ont fréquemment des difficultés à établir des plans fiables des flux de trésorerie. Elles courent également le risque de ne pouvoir imposer leurs produits ou leurs services sur le marché. Dans ces phases de développement, les capitaux mezzanine ne constituent pas une alternative aux fonds propres classiques. Les fonds de tiers traditionnels ne sont pas non plus indiqués pour financer la création d'entreprises, car ils ne sont en principe pas destinés à assumer les risques de l'entrepreneur. Ceux-ci doivent être supportés au premier chef par les fonds propres.

Mais le financement mezzanine ne convient pas non plus à la restructuration ou au redressement financier d'une entreprise, car dans ces périodes, l'évolution des flux de trésorerie est habituellement volatile et difficilement prévisible. Ce n'est qu'une fois que les bénéfices auront été durablement rétablis que, dans une étape suivante, il sera également possible d'envisager au besoin des formes hybrides de financement. Le prêt mezzanine ne doit pas non plus être considéré comme un substitut au crédit classique – par exemple quand celui-ci a été refusé pour insuffisance de solvabilité. En comparaison avec le prêt ban-

**Figure 9**

Phases de développement des entreprises et sources de financement externes

Phases de développement	Seed	Start-up	Développement	Expansion	Maturité	Croissance	Changement d'associés
<b>Fonds de tiers</b>			Leasing de biens d'équipement				
			Financement par le crédit et l'emprunt				
<b>Fonds mezzanine</b>			<b>Financement mezzanine</b>				
			Financement de croissance et d'expansion				Financement MBO, MBI
<b>Fonds propres</b>	Private equity (notamment seed capital et venture capital)						
	Famille / business angels		Financement sur le marché des capitaux (actions)				

**Explications:** **Private equity** est le terme générique couvrant l'ensemble du marché des capitaux privés de participation (capital-risque). **Seed capital** (ou capital d'amorçage) et **venture capital** sont des capitaux de private equity servant aux phases seed et start-up. Par **seed** on entend la phase qui précède la création proprement dite (ou pré-crédation) d'une entreprise, qui voit le développement d'une idée en un concept commercialisable. Le financement seed sert généralement à développer un produit et à réaliser une étude de marché. Une **start-up** est une entreprise en phase de création qui commence à élaborer ses structures et à commercialiser une gamme de prestations. Les phases seed et start-up sont regroupées sous le terme générique de **early stage phase**. Un **MBO** (management buyout) ou un **MBI** (management buy in) consiste à vendre tout ou partie d'une entreprise à son management (MBO) ou à un nouveau management (MBI). Des changements d'associés (p. ex. successeurs) ou des ventes de parties d'un groupe (spin-off ou essaimage) sont des MBO / MBI typiques.

**Source:** Credit Suisse Economic Research

## 5 Le marché du financement mezzanine

### 5.1 Etat des lieux en Europe

- Volume des transactions déclarées entre 4 et 5 milliards par an
- Un tiers des transactions est inférieur à 50 millions d'euros
- Un changement d'associés est la raison la plus fréquente du recours au financement mezzanine

L'utilisation de formes hybrides de financement n'est pas nouvelle. Depuis les années 80 déjà, le financement mezzanine est utilisé aux Etats-Unis, principalement dans le domaine des management buyouts. Il a traversé l'Atlantique au début des années 90.<sup>11</sup>

A ce jour, il n'existe pas d'indications précises sur l'importance du financement mezzanine, par pays, en Europe en général et en Suisse en particulier. La variété des formes de conception et d'aménagement ainsi que les différentes dénominations des capitaux mezzanine empêchent d'en saisir les volumes exacts. Les banques ne fournissent pas non plus de données fiables sur les

transactions mezzanine. Cette situation est due, entre autres, au fait que les crédits de rang postérieur ne sont souvent pas qualifiés comme des financements mezzanine et n'entrent donc pas en tant que tels dans les statistiques. En outre, il n'est guère possible de mesurer l'ampleur des participations tacites des particuliers. Dans ce contexte, on comprend qu'il ne soit pas encore possible de se faire une idée précise du rôle des capitaux mezzanine dans le financement des entreprises.

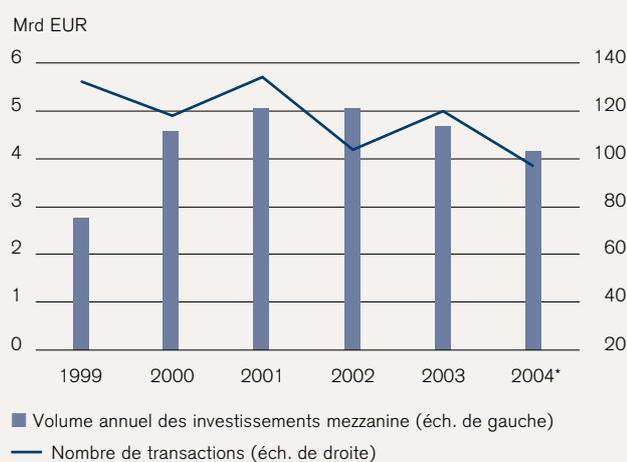
L'étude «The Europe Mezzanine Review 2004», publiée par la société d'information Incisive Financial Publishing<sup>12</sup>, permet de se faire une idée du marché mezzanine européen et de son évolution. Elle se limite toutefois essentiellement aux transactions mezzanine faisant intervenir des sociétés de private equity. D'après cette étude, les capitaux mezzanine investis en Europe ont fortement augmenté depuis le milieu des années 90. Entre 1993 et 1996, le volume annuel des transactions a été de l'ordre de 250 à 800 millions d'euros par an. Il a ensuite fait un bond pour osciller entre 4 et 5 milliards d'euros depuis (figure 10). Entre 1999 et 2004, la moyenne des transactions a varié entre 20 et 43 millions d'euros, mais la valeur médiane a été nettement inférieure à ces montants. En ce qui concerne la répartition du nombre de transactions, la plupart affichent des sommes entre 50 et 250 millions d'euros, environ un tiers étant inférieur à 50 millions.

En matière de financements et de volume, la Grande-Bretagne (40 %) est le marché mezzanine le plus important

**Figure 10**

Le marché mezzanine en Europe

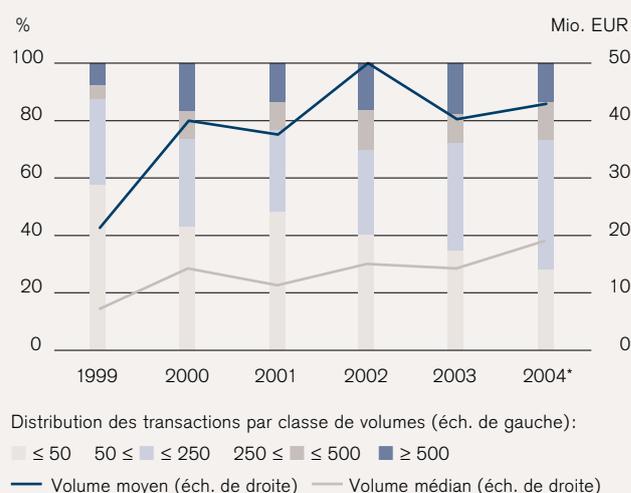
a) Transactions et volumes



\* Jusqu'à septembre 2004

Source: Incisive Financial Publishing

b) Distribution et valeurs moyennes



Distribution des transactions par classe de volumes (éch. de gauche):

≤ 50 50 ≤ ≤ 250 250 ≤ ≤ 500 ≥ 500

— Volume moyen (éch. de droite) — Volume médian (éch. de droite)

11 Cf. Müller-Känel (2004).

12 Incisive Financial Publishing (UK) est le principal fournisseur d'informations spécifiques sur les marchés du private equity et du capital-risque.

d'Europe, devant la France (21%) et l'Allemagne (13%). Cette situation est principalement due au fait que le marché britannique du capital-risque est plus développé que celui des deux derniers pays cités (figure 11). En outre, ces trois économies disposent d'un nombre suffisamment important d'entreprises qui ont recours aux prêts mezzanine.

En Suisse, les instruments mezzanine sont une forme de financement encore peu connue et donc peu utilisée. On le constate au volume – qui pour l'heure ne représente qu'une petite fraction du financement classique par le crédit – et au nombre de transactions. Selon les chiffres d'Incisive Financial Publishing, le volume des capitaux investis chaque année entre 1999 et 2004 a fluctué entre 0

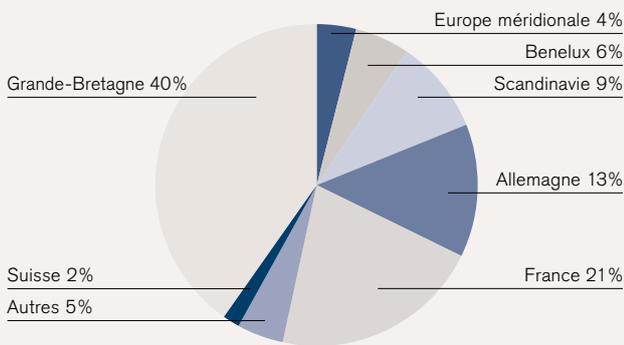
et 260 millions d'euros (figure 11). Cumulé sur cette période, il représente une part de 2% du marché mezzanine européen. Mais comme indiqué plus haut, l'exactitude ne règne pas dans les statistiques et tous les financements hybrides ne sont pas saisis comme des transactions mezzanine – en particulier celles des banques, qui les comptabilisent souvent sous solutions spéciales de crédit – de sorte que leur volume et leur nombre effectifs en Suisse devraient être plus élevés.

Jusqu'à présent, le financement mezzanine a été employé en Europe principalement lors de transmissions d'entreprises, tandis qu'il est encore peu utilisé pour financer la croissance ou l'expansion. C'est ainsi que 86% du volume et 75% des transactions sont réalisés dans le

**Figure 11**

Financements mezzanine en Allemagne et en Suisse

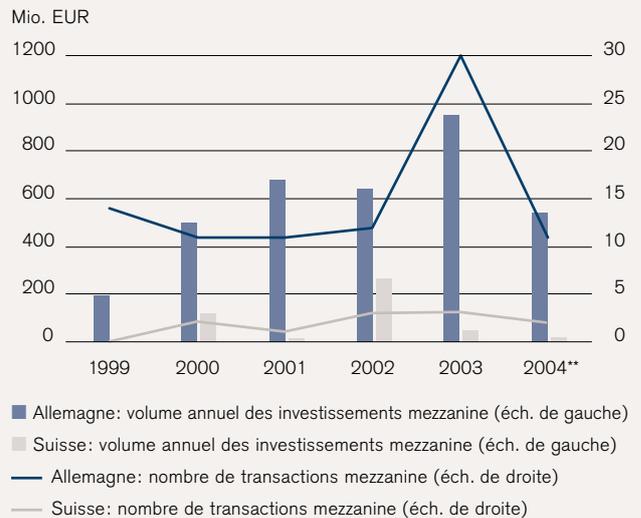
a) Répartition géographique\*



\* Sur la base du volume des investissements mezzanine des 6 dernières années (de 1999 à sept. 2004); \*\* jusqu'en septembre 2004

Source: Incisive Financial Publishing

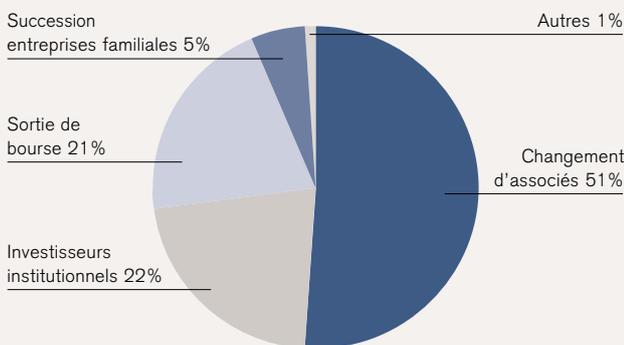
b) Transactions et volumes



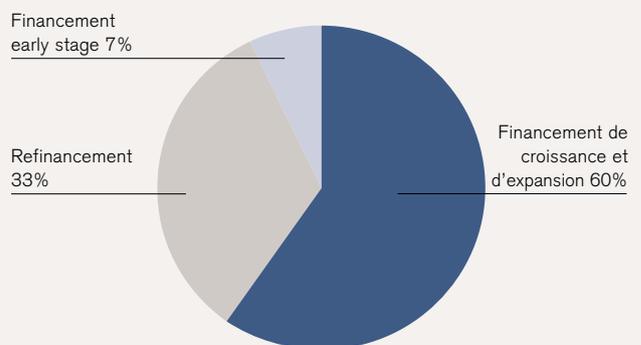
**Figure 12**

Financements mezzanine par cas

a) Domaine buyout\*



b) Domaine hors buyout\*



\* Sur la base du volume des investissements mezzanine des 6 dernières années (de 1999 à sept. 2004)

Source: Incisive Financial Publishing

domaine des buyouts. Aux Etats-Unis par comparaison, le nombre de transactions se répartit à parts égales entre management buyouts et croissance/expansion. Si l'on fait la distinction entre les genres de financement<sup>13</sup> au sein du domaine buyout, on constate que 51 % du volume concernent l'achat et la vente d'entreprises et de parties d'entreprises, 22 % les investisseurs institutionnels qui se refinancent par ce biais, 21 % les transactions «going private»<sup>14</sup> et 5 % le règlement de problèmes de succession dans des entreprises familiales (figure 12). En dehors du secteur des buyouts, les financements de croissance et d'expansion sont les plus importants (60 %). Pour revenir à l'Europe, tout porte à croire que, malgré le poids des buyouts, les capitaux mezzanine vont gagner en importance pour financer la croissance et l'expansion mais aussi pour refinancer une entreprise, ce qui devrait donner des impulsions supplémentaires au marché mezzanine.

## 5.2 Point de vue des investisseurs

Du point de vue des investisseurs, le financement mezzanine offre des possibilités de placement comparables à celles des fonds propres avec des chances d'obtenir un rendement approprié. Cependant, contrairement au bailleur de fonds propres, l'investisseur mezzanine ne supporte pas la totalité du risque de sortie («exit risk»)<sup>15</sup>, car le remboursement du capital mezzanine est généralement réglé par contrat et sa rémunération est couverte par les flux de trésorerie de l'entreprise. En outre, le capital de l'investisseur mezzanine bénéficie d'une certaine protection en comparaison avec l'investisseur de capitaux propres. En effet, alors que ce dernier ne peut faire valoir que des préten-

tions résiduelles en cas de faillite, les capitaux mezzanine possèdent, jusqu'à un certain point, le statut de capitaux de tiers (figure 13).<sup>16</sup>

Parallèlement à l'investissement direct, les investisseurs peuvent placer leur argent dans des capitaux spéciaux qui mettent des fonds mezzanine à la disposition d'entreprises – en général grandes et moyennes. Ces fonds offrent ainsi aux investisseurs un segment alternatif de placement qui ne devrait présenter qu'une faible corrélation avec les marchés des actions et les marchés obligataires et fournir ainsi des possibilités optimales de diversification. Une autre solution consiste à investir dans des titres structurés – appelés collateralized loan obligations (CLO) – garantis par des droits de créance sur des capitaux mezzanine titrisés ou par des prêts subordonnés. Les PREPS™ (preferred pooled shares)<sup>17</sup> en sont un bon exemple. Il s'agit d'une plate-forme de titrisation, qui propose aux entreprises grandes et moyennes de lever indirectement des capitaux de rang postérieur sur le marché des capitaux. Pour ce faire, les besoins en financement mezzanine d'entreprises de différents secteurs économiques et de diverses régions sont regroupés, puis le fonds se procure les capitaux de rang postérieurs directement sur le marché des capitaux.

En Suisse, les formes hybrides de financement sont encore assez peu connues, surtout par les PME. On ne peut par conséquent pas parler d'un marché mezzanine helvétique. Ce sont principalement des sociétés de private equity suisses et étrangères qui ont jusqu'à présent recouru au cas par cas à des capitaux mezzanine dans le cadre de transactions de capital-risque. Cependant,

**Figure 13**

Avantages et inconvénients du financement mezzanine pour les investisseurs

### Avantages

- Accès à un nouveau segment de placement
- Rendement proche de celui des fonds propres
- Forme de placement décorrélée des marchés des actions et des obligations
- Possibilités optimales de diversification
- Faible risque de sortie et protection certaine du capital par comparaison avec le financement par participation (private equity)

**Source:** Credit Suisse Economic Research

### Inconvénients

- Sortie anticipée difficile
- Une estimation erronée de la solvabilité se traduit par une dégradation du rendement

13 Sur la base du volume des investissements mezzanine des 6 dernières années (de 1999 à sept. 2004).

14 Entreprise qui sort de la bourse en rachetant ses actions.

15 Les fournisseurs de capital-risque (p. ex. les sociétés de private equity) mettent des fonds à disposition de l'entreprise généralement à long terme, sans obligation de remboursement ni garantie. En contrepartie, ils reçoivent des parts de capitaux propres. Ces capital-risqueurs ne perçoivent pas leur intérêt économique dans des intérêts versés par l'emprunteur, mais dans la réussite économique proprement dite de l'entreprise, p. ex. sous la forme d'une hausse du cours des actions ou de bénéfices futurs. Ils obtiennent un rendement en vendant leurs parts à la fin de la période d'investissement (exit) ou en procédant à une entrée en bourse (IPO). Le moment de cette sortie dépend de la situation de l'entreprise; il n'est pas fixé au préalable comme dans le cas d'un financement mezzanine. Par conséquent, le prêteur de fonds propres supporte un risque de sortie plus élevé que le prêteur mezzanine.

16 Cf. Müller-Känel (2004).

17 Plate-forme d'émission de capitaux mezzanine leader en Europe, développée par Capital Efficiency Group AG (Zoug).

L'augmentation de l'offre de produits hybrides de financement – en particulier pour les PME – montre que les banques suisses commencent à s'intéresser sérieusement aux prêts mezzanine. Celles-ci proposent désormais tant des formes standardisées que des solutions souples d'aménagement du point de vue des durées, des modalités de remboursement et des intérêts. Elles ciblent le financement de projets de croissance et d'expansion ainsi que le règlement de successions et le changement d'associés.<sup>18</sup> Ces deux dernières composantes vont prendre beaucoup d'importance au cours des années à venir. En effet, suite à l'évolution démographique, les entreprises familiales auront toujours plus de difficultés à trouver un successeur au sein de la famille.

---

18 Le Credit Suisse propose des solutions de financement mezzanine sous la forme de prêts subordonnés (CSF Mezzanine) pour PME et de PREPS™ (preferred pooled shares) pour entreprises moyennes. Pour pouvoir prétendre à CSF Mezzanine, les PME doivent réaliser un chiffre d'affaires minimum de 10 millions de CHF. Ces financements sont ciblés sur les phases de maturité, de croissance et de vente, par exemple pour une expansion, le règlement d'une succession ou une réorientation stratégique. Le volume de financement peut s'élever de 0,5 à 5,0 millions de CHF. La durée s'étend de 5 à 8 ans. Les PREPS™ permettent à des entreprises de se procurer des quasi-fonds propres pour autant qu'elles enregistrent un chiffre d'affaires d'au moins 50 millions de francs et présentent une solvabilité équivalente à la qualité d'investissement. Le volume des PREPS™ varie entre 3 et 15 millions d'EUR par entreprise et leur durée se monte à 7 ans. Les PREPS™ permettent à des investisseurs institutionnels et privés d'investir dans des entreprises moyennes avec une large diversification, ce qui n'était jusqu'à présent pas possible par le biais du marché des capitaux.

## 6 Conclusion

Le financement mezzanine élargit la gamme des options qui s'ouvrent aux entreprises suisses pour se financer, en particulier pour des entreprises ayant une bonne solvabilité, mais dont les besoins en capitaux sont insuffisants pour leur permettre de franchir le seuil du marché des capitaux. Dans ce contexte, les capitaux mezzanine ne doivent pas s'entendre comme un substitut au financement traditionnel par du crédit mais comme un complément. C'est notamment le cas lorsque le besoin de capitaux excède les capacités des instruments de financement conventionnels (fonds propres, crédit). Des solutions mezzanine peuvent s'avérer utiles quand par exemple l'entreprise a une capacité d'endettement ou des fonds propres insuffisants. Complémentaires aux capitaux propres et aux capitaux étrangers, les fonds mezzanine combleront, de par leurs propriétés hybrides, les lacunes de financement qui se creusent entre les fonds de tiers maximums dont l'entreprise dispose et ses besoins en capitaux.

Pour autant, le financement mezzanine ne doit pas être considéré comme la panacée en cas de difficultés, par exemple pour prendre le relais d'un crédit refusé en raison d'une solvabilité défaillante ou pour aplanir des problèmes de financement pour cause de mauvaises affaires. Les capitaux mezzanine présentent plus de risques que des capitaux de tiers classiques, car ils intègrent un certain risque de fonds propres. Les critères que les entreprises doivent remplir pour obtenir des fonds mezzanine sont donc considérablement plus stricts que pour du crédit. Par ailleurs, toutes les entreprises ne peuvent y prétendre: il faut qu'elles soient stables, qu'elles possèdent un fort potentiel de croissance et dégagent des cash flows importants et durables. En ce qui concerne leur stade de développement, le financement mezzanine est indiqué pour des investissements destinés à leur croissance et à leur expansion ainsi que pour des management buyouts dans le cadre de règlements de succession et de changements d'associés. Le financement mezzanine est réservé à des entreprises sélectionnées.

Par rapport au financement classique par le crédit, les capitaux mezzanine ont encore peu de poids. Mais il est à prévoir que cette forme de financement va gagner en importance, sur fond de marchés en plein bouleversement nécessitant des moyens financiers considérables.

## Annexe: Instruments de financement mezzanine

Voici, décrits brièvement, les principaux instruments de financement mezzanine:<sup>19</sup>

### Prêts subordonnés

Les prêts subordonnés sont la forme la plus fréquente de financement mezzanine. Il s'agit de prêts (junior ou subordinated debt) non garantis caractérisés par le fait qu'en cas de faillite, le prêteur est remboursé après les bailleurs de fonds étrangers «normaux» (senior debt). En revanche, les prêts subordonnés priment sur les fonds propres.

### Prêts partiaires

Les prêts partiaires sont des crédits normaux mais dont la rémunération n'est pas fixe. Celle-ci dépend en effet de la marche des affaires de l'entreprise. Toutefois, les prêts partiaires ne créent pas une relation d'associé même s'ils sont rémunérés par une participation aux bénéfices. En revanche, une participation aux pertes est exclue par contrat. En cas de faillite, le prêteur partiaire participe au résultat de la liquidation au même titre que les autres fonds de tiers.

### Participations tacites

Les participations tacites ont un élément de droit des sociétés plus fort que les prêts subordonnés et partiaires. La caractéristique de cette forme de financement est qu'une ou plusieurs personnes participent à une entreprise sans assumer de responsabilité quelconque envers les créanciers de la société. La participation tacite typique n'est connue qu'au sein de la société et n'est pas rendue publique. Les détails concernant la participation aux bénéfices

et aux pertes, la cogestion de la société, les droits de contrôle et d'information peuvent être réglés soupagement. Une composante majeure de cette forme de financement est la participation aux pertes, laquelle peut cependant être exclue totalement ou en partie.

### Droits de jouissance

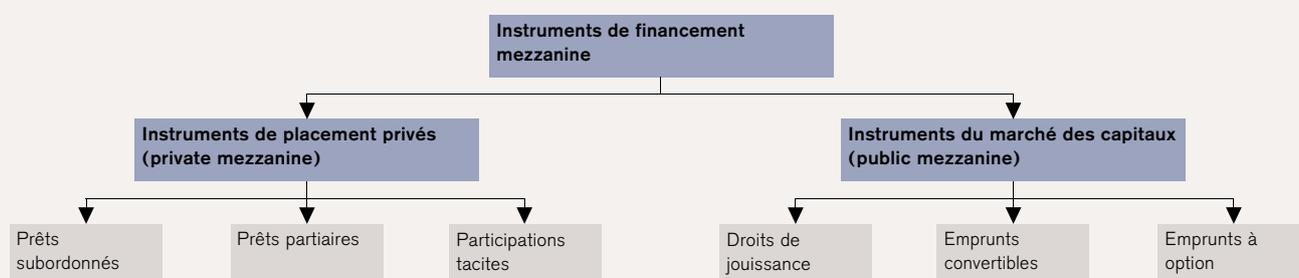
Les droits de jouissance sont des participations en droit de société qui accordent des droits uniquement sur la fortune de la société (p. ex. participation au bénéfice ou au résultat de la liquidation, retrait de nouvelles actions). Le détenteur d'un droit de jouissance ne dispose d'aucun droit de vote ni de cogestion, qui lui donnerait la possibilité d'intervenir dans les affaires de l'entreprise. Ce droit s'éteint avec la satisfaction d'une certaine prétention pécuniaire.

### Emprunts convertibles / à option

Outre le droit à des intérêts fixes et au remboursement du capital, les détenteurs d'obligations convertibles et d'obligations à option ont en plus le droit de souscrire, pendant une certaine durée et dans un rapport fixé à l'avance, des actions ou d'autres titres de participation de la société, en lieu et place du remboursement. En exerçant ce droit de conversion, l'investisseur transforme des fonds de tiers en fonds propres. La différence entre une obligation convertible et une obligation à option réside dans la séparation entre l'option et l'obligation. Cette option, en fait un droit de souscription, devient ainsi négociable.

**Figure 14**

Instruments de financement mezzanine



Représentation non exhaustive d'instruments de financement mezzanine

**Source:** Credit Suisse Economic Research d'après Müller-Känel (2004)

<sup>19</sup> Source: Boemle/Stolz (2002).

## Bibliographie

**Bernet, B., Denk, Ch.** (2000): Finanzierungsmodelle für KMU, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 314

**Boemle, M., Stolz, C.** (2002): Unternehmensfinanzierung, 13<sup>e</sup> édition

**Broda, B. M.** (2003): Mezzanine Finance, Finanzierungslücken flexibel schliessen (Le financement mezzanine, résumé en français), in: L'Expert-Comptable Suisse, N° 11

**Brokamp, J., Hollasch, K., Lehmann, G., Meyer, L.** (2004): Mezzanine-Finanzierung, Bridging the Gap, éditeur Deloitte, 2<sup>e</sup> édition

**Credit Suisse** (2005): Les banques face à la mutation des structures, à la désindustrialisation et à la crise de la croissance, Spotlight

**Credit Suisse** (2005): Systeme der Unternehmensfinanzierung, Economic Briefing N° 39

**Hofstetter, P., Steinbrecher B.** (2003): Wachstumsfinanzierung bei KMU, Mögliche Instrumente und Stolpersteine – Ein Praxisbericht (Financement de la croissance des entreprises, résumé en français), in: L'Expert-Comptable Suisse, N° 11

**The Europe Mezzanine Review 2004**, étude réalisée par Incisive Financial Publishing, Londres

**Knaier, H.** (2004): Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbaustein, in: Zeitschrift Kreditwesen, N° 1, p. 31–34

**Müller-Känel, O.** (2004): Mezzanine Finance, Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung, SECA, Band 1, 2<sup>e</sup> édition (ouvrage consacré au financement mezzanine)

**Müller-Känel, O., Barthold, B., Pedernana, M. (éditeurs)** (2004): Mezzanine Finance, publications de l'IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Band 4

**Müller-Känel, O., Pedernana, M.** (2003): Beliebte Mezzanine Finance, Neue Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung, in: NZZ, N° 109

**Plankensteiner, D., Rehbock, T.** (2005): Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift Kreditwesen, N° 15, p. 24–28

**Rudolph, B.** (2004): Analyse hybrider Finanzinstrumente: Mezzanine-Kapital, in: Zeitschrift Kreditwesen, N° 1, p. 12–18

## Archives

Les numéros suivants de la série «Economic Briefing» sont disponibles en version papier:

N°	Titre	N° Mat.	N° Mat.	N° Mat.	N° Mat.
		français	allemand	italien	anglais
42	Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur (1/06)	1542072	1542071	–	(PDF)
41	La Suisse en mutation – les branches comme composante de la croissance (10/05)	1542062	1542061	–	(PDF)
40	Nouvelles propositions pour la politique familiale (8/05)	1542042	1542041	–	–
39	Systeme der Unternehmensfinanzierung (7/05)	–	1542031	–	1542034
38	L'avenir de l'AVS – sans peur du lendemain (9/04)	1542022	1542021	–	–
37	Marché du travail en Suisse – salaires élevés et faible réglementation (6/04)	1512422	1512421	–	–
36	Bâle II – étape importante de la réglementation bancaire (4/04)	1512412	1512411	1512413	–
35	Placements échelonnés – la solution pour amortir les turbulences de la Bourse (12/03)	1512402	1512401	–	–
34	Déséquilibre des finances publiques – causes et amorces de solution (9/03)	1512392	1512391	–	–
32	Le chantier de la prévoyance professionnelle – quelles perspectives? (2/03)	1512372	1512371	1512373	–
31	Risques fantômes – réels et sérieux (11/02)	1512362	1512361	–	–
30	Le système de santé suisse – diagnostic pour un patient (8/02)	1512352	1512351	–	–
29	Krachs boursiers et l'art de bien gérer ses placements (6/02)	1512342	1512341	–	–
28	Union européenne – le grand élargissement à l'Est (5/02)	–	1512331	–	–
27	Population et revenu – une comparaison entre les cantons suisses (2/02)	–	1511831	–	–
24	La politique de la formation, facteur-clé de la société du savoir (8/01)	–	1511701	–	–

Toutes les éditions peuvent être téléchargées comme fichier PDF sur Internet ([www.credit-suisse.com/research](http://www.credit-suisse.com/research)).  
Pour des exemplaires isolés, voir Impressum en [page 2](#).

